

VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904
Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: volkswirtschaft@bvr.de

Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts – Bessere Anreize für den Schuldenabbau

Die europäische Kommission startet in diesem Jahr einen neuen Anlauf zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts (SWP). Erste Vorschläge zu einer Aufweichung des Pakts wie beispielsweise durch eine Erhöhung der Verschuldungsgrenze sind vom Tisch. Aber auch moderate Reformen müssen wohlüberlegt sein, damit sich der Schuldenanstieg in den hochverschuldeten Staaten nicht weiter fortsetzt.

Die Überarbeitung des SWP wird durch die Einführung des neuen geldpolitischen Antifragmentierungsinstruments TPI noch dringlicher. Um dem Vorwurf der monetären Staatsfinanzierung zu begegnen, knüpft die EZB gezielte Anleihekäufe einzelner Staaten bei spekulativ steigenden Anleihespreads unter anderem an die Einhaltung der Fiskalregeln. Bei einer Anwendung in turbulenten Zeiten besteht die Gefahr, dass die EZB, um die Märkte zu stabilisieren, ökonomisch fragwürdige Urteile fällt.

Ein wichtiger Ansatzpunkt zur Reform des SWP ist die fachliche Vorbereitung der Haushaltsbeurteilung durch ein unabhängiges Gremium statt durch die oft politisch handelnde Europäische Kommission. Des Weiteren sollte der Pakt vereinfacht und die Verbindlichkeit der mittelfristigen Haushaltsziele in den Fokus gerückt werden. Die aktuell geltende Schuldenabbauregel, die für hoch verschuldete Staaten kaum realistisch umgesetzt werden kann, könnte dann entfallen. Auf eine Privilegierung von Investitionen gegenüber anderen Staatsausgaben sollte in den Haushaltsregeln verzichtet werden.



Inhalt

Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts – Bessere Anreize für den Schuldenabbau 2

Dr. Andreas Bley
E-Mail: a.bley@bvr.de

Finanzmärkte: Inflationsdruck bleibt hoch 8

Dr. Alex Korff
E-Mail: a.korff@bvr.de

Konjunktur: Düstere Ausblick 9

Dr. Gerit Vogt
E-Mail: g.vogt@bvr.de

Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts – Bessere Anreize für den Schuldenabbau

Wieder einmal stehen die Haushaltsregeln der EU auf dem Prüfstand. Die Europäische Kommission beabsichtigt, den europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) zu überarbeiten und dürfte hierzu in den kommenden Monaten Vorschläge unterbreiten.

Begonnen hat die Debatte über die anstehende Reform bereits Ende des vergangenen Jahres. Befürworter einer dauerhaft laxen Fiskalpolitik forderten, die fiskalischen Grenzwerte – den Schwellenwert für das Defizit von 3 % und die Schuldenquote von 60 % – zu lockern. Andere Vorschläge waren differenzierter. Ein wichtiger Impuls kam im Februar von Klaus Regling, dem Chef des europäischen Rettungsfonds ESM und früheren Eurowächter als Generaldirektor der Europäischen Kommission für Wirtschaft und Finanzen. Viel Aufsehen erregte sein Plädoyer, die Schuldengrenze von 60 % deutlich zu erhöhen, da die insgesamt sehr niedrigen Zinsen höhere Verschuldungsspielräume ermöglichen würden. Auf einen konkreten Wert legte er sich dabei nicht fest. Die Dreiprozent-Defizitgrenze solle aber weiter gelten.

Angesichts der hohen Inflation und der Zinswende scheint dieser Vorschlag inzwischen aus der Zeit gefallen. Doch werden solche Lockerungen des SWP auch von einigen europäischen Mitgliedstaaten seit vielen

Jahren kategorisch abgelehnt. Angesichts der notwendigen Einstimmigkeit bei Reformen des SWP ist es praktisch ausgeschlossen, dass die zentralen Rahmenparameter bei einer Reform angefasst werden. Zudem sind wichtige Elemente der Fiskalregeln auch Bestandteil der europäischen Verträge. Vertragsänderungen zur Reform der Fiskalregeln gelten in weiten Bereichen der europäischen Politik als ausgeschlossen. Der Bundesfinanzminister hat im Juli ebenfalls eine grundlegende Reform des SWP abgelehnt. Abgezielt werden sollte aus seiner Sicht auf Veränderungen, die die Regeln klarer und durchsetzbarer machen.

Bislang unbefriedigende Performance

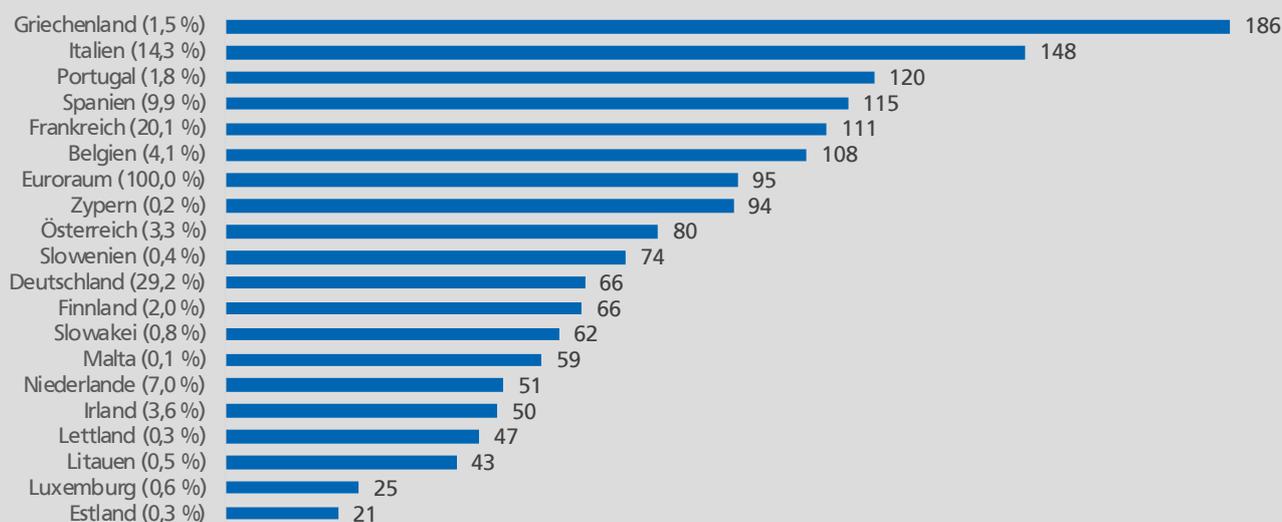
Der Bedarf an Verbesserungen zeigt sich an der insgesamt ernüchternden Performance des Regelwerks in der Vergangenheit:

- Die Schuldenquote des Euroraums insgesamt ist seit dem Start des Euro 1999 deutlich gestiegen. Dies hat der Stabilitäts- und Wachstumspakt offenbar nicht verhindert. In diesem Jahr dürfte sich der Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt nach den Schätzungen der Europäischen Kommission auf 95 % belaufen. Beim Start des Euro hatte er

Staatliche Schuldenquoten im Euroraum

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP)*, Prognosen für 2022

Abb. 1



*in Klammern: Anteil des Mitgliedsstaats am BIP des Euroraums

Quelle: Europäische Kommission

(der Einfachheit für den gleichen Länderkreis gerechnet) noch bei 72 % gelegen.

- Nicht nur ist die im Durchschnitt steigende Schuldenquote des Euroraums besorgniserregend, sondern ganz besonders die Entwicklung in den einzelnen hoch verschuldeten Mitgliedstaaten (siehe Abb. 1). Sechs Staaten haben eine Schuldenquote über 100 %. Mit Italien, Frankreich und Spanien zählen hierzu drei wirtschaftliche „Schwergewichte“, die alleine schon für 44 % der Wirtschaftsleistung des Euroraums stehen und das Risiko einer unkontrollierten Schuldenentwicklung für den Euroraum insgesamt verdeutlichen.
- Relativierend wird oft darauf hingewiesen, dass nicht nur im Euroraum die Schuldenquoten gestiegen sind, sondern auch in anderen wichtigen Volkswirtschaften. So dürfte die Schuldenquote nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) in den USA bei 126 %, im Vereinigten Königreich bei 89 % und in Japan bei 263 % liegen.
- Mit anderen großen Währungsräumen lässt sich der Euroraum aber nicht ohne Weiteres vergleichen. Denn dadurch, dass der Euroraum ein Staatenbund mit weitgehend nationaler Zuständigkeit für die Wirtschafts- und Finanzpolitik ist, benötigt er eine deutlich solidere Finanzpolitik als Währungsräume mit einem starken zentralen Staat. Diese Verletzlichkeit hatte während der europäischen Staatsschuldenkrise zu massiven finanziellen und konjunkturellen Problemen geführt.

Haushaltsregeln im Zentrum der Währungsverfassung

Die europäischen Fiskalregeln sind ein entscheidender Pfeiler der institutionellen Architektur des Euro. Dies war den Vätern des Maastrichter Vertrags bewusst. Sie sind daher in den europäischen Verträgen festgelegt und im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) konkretisiert und weitergeführt.

Mit der Einführung des Euro haben die Mitgliedsstaat-

en auf eine eigenständige Geldpolitik verzichtet. Umso mehr brauchen sie eine flexibel einsetzbare Fiskalpolitik, um auf landesspezifische konjunkturelle Entwicklungen reagieren zu können. Gleichzeitig bietet die gemeinsame Währung den Regierungen Anreize, sich stärker zu verschulden als bei geldpolitischer Eigenständigkeit. Dies kann die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik einschränken. Und darum sind Fiskalregeln wichtig, um die öffentlichen Defizite und damit das Anwachsen der Schulden der öffentlichen Hand zu begrenzen, ohne dabei die Flexibilität der Fiskalpolitik über Gebühr einzuschränken.

In den europäischen Verträgen ist die Maßgabe zur Haushaltsdisziplin Art. 126 AEUV: „Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige Defizite“. Die Bezugsgrößen für die Fiskalregeln sind in diesem Artikel ebenfalls aufgeführt und die zugehörigen Zahlenwerte in einem Protokoll der Maastrichter Verträge festgelegt. Sie sind weithin bekannt: ein staatliches Defizit von bis zu 3 % des Bruttoinlandsprodukts und eine staatliche Schuldenquote von bis zu 60 %, jeweils ergänzt um Ausnahmeklauseln.

Die europäischen Verträge regeln auch den groben Ablauf des weiteren Verfahrens von der Meldung der Haushaltszahlen bis zum ultimativen Schritt der Verhängung von Sanktionen, falls der entsprechende Mitgliedstaat keine geeigneten Maßnahmen zur Korrektur eines finanzpolitischen Kurses eingeleitet hat. Der auf deutsche Initiative hin 1997 verabschiedete SWP regelt das Haushaltsüberprüfungs- und -korrekturverfahren genauer als die europäischen Verträge.

Beim Start der Währungsunion war die Hoffnung vieler Bürger und auch Ökonomen, gerade auch in Deutschland, dass das Regelwerk wie ein Uhrwerk Überschreitungen der Haushaltsgrenzen identifiziert und der Prozess bei mangelndem Gegensteuern bis zur Sanktion fortgesetzt wird. Doch hat bis heute noch kein Staat eine Sanktion leisten müssen, auch bei offensichtlichen Regelverletzungen nicht.

Bislang drei Reformen des Paktes

Die erste Reform des SWP erfolgte im Jahr 2005. Zuvor hatte Deutschland den ersten bemerkenswerten Prä-

zedenzfall verursacht: Als im Jahr 2003 ein Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich eingeleitet wurde – das deutsche Defizit war im Jahr 2002 auf 3,8 % des BIP gestiegen –, nutzten die beiden Staaten ihre Sperrminorität im Rat, um das Defizitverfahren temporär auszusetzen.

Die Vorgänge werden bis heute kontrovers beurteilt. Nach dem Platzen der Dotcomblase, dem 11. September und dem Beginn des Irakkrieges im März 2003 war die deutsche Wirtschaft in eine Rezession geraten. Die Arbeitslosigkeit war historisch hoch und international wurde verstärkt über Deflationsgefahren diskutiert. War in dieser Situation eine Einhaltung der Regeln um jeden Preis die richtige Antwort oder eine Überschreitung gerechtfertigt?

Mit der ersten Reform des SWP wurde das strukturelle Budgetdefizit als Zielindikator gewählt, also das um konjunkturelle Einflüsse bereinigte Budgetdefizit statt der unbereinigten Größe. Gleichzeitig wurden für die mittelfristige Haushaltsentwicklung Zielpfade in Richtung eines quasi-ausgeglichene Budgets eingeführt. Eine Orientierung der Finanzpolitik am Haushaltsausgleich sorgt dafür, dass in schwierigen Zeiten die Drei-prozent-Defizitgrenze ausreichende fiskalische Spielräume bieten kann. Diese Anpassungen führten zu einer höheren fiskalischen Flexibilität im Konjunkturzyklus. Gleichzeitig stieg die Komplexität des Verfahrens mit der Gefahr einer schlechteren Durchsetzbarkeit der Regeln.

Die zweite Reform des SWP erfolgte 2011 während der europäischen Staatsschuldenkrise, die sich im Nachgang der Finanzkrise entfaltete. Bei den Beschlüssen im Sanktionsprozess wurde ein „Quasi-Automatismus“ eingeführt, um die Sanktionsdrohung glaubwürdiger zu machen. In den präventiven Arm des Paktes wurde eine Ausgabenregel aufgenommen, nach der das Ausgabenwachstum nicht höher als das (nominale) Potenzialwachstum – das Trendwachstum bei normaler Kapazitätsauslastung der Volkswirtschaft – ausfallen darf. Dadurch sollte dem Trend entgegengewirkt werden, dass oft in guten Zeiten zu wenig für die Konsolidierung der Staatsfinanzen unternommen wird. In den korrektiven Arm des Paktes wurde zudem ein Schuldentrückführungsmechanismus aufgenommen, nach dem

die staatliche Schuldenquote in jedem Jahr um 1/20 ihres Abstands vom 60 Prozent-Zielwert 60 % verringert werden soll.

Wenig später wurde in der dritten Reform im Jahr 2013 neben einer Stärkung des Überwachungsprozesses („twopack“) auch der Fiskalpakt vereinbart, in dem sich die unterzeichnenden Staaten verpflichteten, das Ziel ausgeglichener Haushalte in nationalem Recht (im Sinne nationaler Schuldenbremsen) zu verankern.

Die jüngsten beiden Reformen haben den Aufwärtstrend bei der Staatsverschuldung nicht aufhalten können. Während in Deutschland nach der Einführung der Schuldenbremse im Jahr 2009 die Schuldenquote unter die 60-Prozentmarke zurückgeführt wurde, begünstigt durch einen fast zehn Jahre dauernden Aufschwung und extrem niedrige Zinsen, stieg sie im Durchschnitt des Euroraums bis 2016 weiter an und verringerte sich danach nur geringfügig.

Zu den Tiefpunkten des Stabilitäts- und Wachstumspakts zählen Entscheidungen der Europäischen Kommission, die politisch geprägt waren und nicht ihrer Aufgabe der Kommission als „Hüterin der Verträge“ entsprachen. 2016 begründete Kommissionspräsident Claude Juncker Nachsicht gegenüber der Finanzpolitik Frankreichs mit dem Ausspruch „Weil es Frankreich ist“. Im gleichen Jahr verzichtete die Kommission in Defizitverfahren gegen Portugal und Spanien im letzten Moment auf direkte Sanktionen. Der weitere Zugriff auf Mittel aus den Strukturfonds wurde in diesem Fall allerdings von Erfolgen bei der Haushaltskonsolidierung abhängig gemacht.

Auf die Schuldenquoten kommt es an

Alle bisherigen Reformen haben an wichtigen Schwächen des Regelwerks angesetzt. Sie haben aber keinen Quantensprung hin zu einem erkennbar stabilitätsorientierten Verhalten bewirkt. Dies gilt insbesondere für die hochverschuldeten Staaten, bei denen auch in den „guten“ Jahren vor der Coronapandemie und dem Ukrainekrieg kein deutlicher Konsolidierungstrend in Richtung der von den europäischen Verträgen geforderten 60 Prozentmarke zu erkennen gewesen ist, trotz der entlastenden Wirkung der extrem niedrigen Zinsen.

Das Kernziel einer Reform des SWP muss es daher sein, effektiver auf eine Senkung der hohen Schuldenstände hinzuwirken, die eine große Gefahr für den langfristigen Erfolg des Euro darstellen. Hohe und wachsende Schuldenstände kompromittieren mehr und mehr die Fähigkeit der EZB zur Gewährleistung stabiler Preise.

Neues geldpolitisches Instrument TPI ist Gratwanderung

Dies zeigt sich auch in der aktuellen Situation. Die EZB muss bei der aktuellen Zinswende mögliche Auswirkungen auf die Anleihespreads im Euroraum im Blick behalten. Zwar sind bei den sehr niedrigen Zinsniveaus Finanzierungsprobleme der hochverschuldeten Staaten kurzfristig nicht zu befürchten, doch könnte es – wie bei Beginn der Coronapandemie im März 2020 zu einem erheblichen Anstieg der Spreads kommen. Die geldpolitische Straffung würde in diesen Staaten dann ungleich schärfer wirken als im übrigen Euroraum insgesamt, was die Einheitlichkeit der Geldpolitik untergraben würde.

Das im Juli von der EZB beschlossene Antifragmentierungsprogramm TPI (Transmission Protection Instrument), spiegelt die schwierige Situation der Notenbank wider und stellt eine Gratwanderung dar. Gezielte Käufe von Anleihen der betroffenen Staaten können kurzfristig geldpolitisch sinnvoll sein, europarechtlich ist der Einsatz aber hochproblematisch. Die EZB muss sicherstellen, dass sie zu keinem Konflikt mit dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung führen, einem tragenden Baustein der europäischen Währungsverfassung.

Bei dem Beschluss zur Einführung des Antifragmentierungsinstruments hat die EZB den Einsatz des Instruments an Bedingungen geknüpft, um den rechtlichen Bedenken Rechnung zu tragen. Wie „hart“ sie diese Bedingungen berücksichtigen wird, ist aber noch offen.

- Ein Kriterium ist, dass bei dem Mitgliedsstaat kein übermäßiges Defizit im Sinne des SWP vorliegt.

Auch will die EZB die Ergebnisse von Schulden-tragfähigkeitsanalysen der Europäischen Kommission und des europäischen Rettungs-

schirms ESM sowie des Internationalen Währungsfonds (IWF) berücksichtigen.

- Des Weiteren darf bei den Mitgliedstaaten im Rahmen der im Jahr 2011 eingeführten makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahren (a) kein schweres wirtschaftliches Ungleichgewicht vorliegen. Wenn (b) doch ein Verfahren läuft, müssen die Empfehlungen der Kommission berücksichtigt worden sein.
- Schließlich muss die Wirtschaftspolitik im Einklang mit den Bekenntnissen stehen, die die Regierungen im Rahmen der während der Coronakrise ins Leben gerufenen Aufbaupläne („Recovery and Resilience Facility“) beschlossen haben.

Selbst bei einer strikten Berücksichtigung dieser Kriterien ist das Antifragmentierungsprogramm mit großen Gefahren verbunden. Es gibt berechtigte Zweifel daran, dass die EZB das neue Instrument mit der nötigen Zurückhaltung einsetzen wird:

- Ökonomisch gehen die genannten Anforderungen an die Wirtschaftspolitik zwar in die richtige Richtung. Ob der EZB-Rat im Angesicht von zunehmenden Verwerfungen an den Finanzmärkten aber den Mut aufbringen wird, bei bestehenden Handlungsspielräumen einem großen und hochverschuldeten Mitgliedstaat wie Italien die Hilfe zu verweigern, darf bezweifelt werden.
- Zusätzlich ist zu befürchten, dass der politische Druck auf die Kommission und den Rat noch zunehmen wird, generell keine negativen Bewertungen zur nationalen Wirtschaftspolitik zu beschließen, die einen Zugang zu dem EZB-Programm verhindern könnten.
- Die Trennung zwischen Geld- und Finanzpolitik wird durch das Programm weiter aufgeweicht. Denn nun muss der EZB-Rat über diese komplexen Sachverhalte in einer ausführlichen Analyse ein folgenreiches Urteil über die Wirtschaftspolitik eines Mitgliedsstaats fällen.

Ohnehin gibt es eine ordnungspolitisch deutlich bessere Alternative zu dem Antifragmentierungsprogramm: Einen Hilfsantrag beim Rettungsschirm ESM zur Inanspruchnahme des 2012 eingeführten, aber noch nie in Anspruch genommenen OMT (Outright Monetary Transactions). In diesem Fall liegt die Entscheidung beim Rettungsschirm, der die Geldgeber repräsentiert und gleichzeitig auch Konditionalität voraussetzt, d. h. die Hilfsmaßnahmen werden mit wirtschaftspolitischen Vorgaben der Geldgeber verknüpft und die Fortsetzung der Hilfen sind von der Einhaltung der Vorgaben abhängig.

Der Königsweg zur Vermeidung von Marktverwerfungen und zur Konstruktion juristisch schwierig zu rechtfertigender Markteingriffe der EZB bleibt die Einhaltung der Fiskaldisziplin. Den größten Beitrag zu einem langfristig stabilen Euro dürften daher Anpassungen des fiskalischen Regelwerks leisten, die zu einer trendmäßigen Verringerung der Schuldenquoten führen.

Hierzu könnten bei der anstehenden Überarbeitung des SWP folgende Maßnahmen beitragen:

Unabhängige Haushaltsbehörde einrichten

Die Beurteilung der Haushaltslage sollte künftig durch einen unabhängigen Fiskalrat statt von der Kommission selbst vorbereitet werden. Dies würde die fachliche Analyse von der Kommissionsentscheidung über das Vorliegen eines übermäßigen Defizits deutlicher trennen. Aus Kompetenzgründen wäre es naheliegend, den europäischen Rettungsschirm ESM mit dieser Aufgabe zu betrauen. Aktuell gibt es zwar bereits ein Beratungsgremium, das „European Fiscal Board“. Doch werden dessen Mitglieder von der Kommission berufen. Dadurch ist keine ausreichende Unabhängigkeit des Gremiums gegeben.

Verbindlichkeit für mittelfristige Haushaltsziele

Ein entscheidender Weg zum Abbau der Schulden ist die bessere Einhaltung der mittelfristigen Haushaltsziele, die in wenigen Jahren in konjunkturbereinigter Rechnung eine Rückkehr zu weitgehend ausgeglichenen Haushalten vorsehen. Liegen die Defizite nahe null, sinkt die Schuldenquote automatisch in dem Ausmaß,

in dem der Nenner der Quote, das nominale Bruttoinlandsprodukt, wächst.

Um eine bessere Einhaltung der mittelfristigen Haushaltsziele zu erreichen, sollten viele der möglichen Ausnahmen gestrichen werden. Eine gewisse Flexibilität muss allerdings enthalten bleiben, um auf besondere Situationen reagieren zu können. Doch darf dies nicht dazu führen, dass die Regeln selbst für Fachleute kaum mehr zu durchschauen sind. Das „Vademecum“, das Handbuch der Kommission zum Stabilitäts- und Wachstumspakt, in dem die Regelungen zusammengefasst sind, kommt inzwischen auf ein Volumen von mehr als 100 Seiten! Alleine der Abschnitt zum mittelfristigen Haushaltsziel und seiner Einhaltung nimmt hiervon mehr als 25 Seiten in Anspruch.

Ausgabenregel – Vorteile überschaubar

Oft wird an den Regeln kritisiert, dass diese auf ein konjunkturbereinigtes Defizit abstellen. Dieses ist von Schätzungen abhängig und unterliegt nicht unbedeutlichen Revisionen, die sich angesichts der wirtschaftspolitischen Bedeutung der Zahlen oft schwer kommunizieren lassen. Ein festes Ziel für die nominalen Ausgaben wäre politisch besser umsetzbar, gerade auch mit Blick auf die nationalen Haushaltspläne.

Eine solche Ausgabenregel kann Vorteile haben, diese sind jedoch überschaubar. Eine Konjunkturbereinigung ist in jedem Fall sinnvoll und wird immer komplex sein und zu Revisionen führen. Am einfachsten wäre es, aus den Rechnungen für die mittelfristigen Haushaltsziele Ausgabenziele für das kommende Jahr abzuleiten, wie dies auch die Deutsche Bundesbank vorschlägt, um der Finanzpolitik hier eine klare Orientierung zu geben. Kommt es zu Revisionen, würde dies im darauffolgenden Jahr (über ein Kontrollkonto) entsprechend die Haushaltsspielräume vermindern oder erweitern.

Aktuelle Schuldenrückführungsregel verzichtbar

Eine berechtigte Kritik ist, dass das Regelwerk für hochverschuldete Staaten aktuell zu ehrgeizige Konsolidierungspfade einfordert. Mit dem 2011 vereinbarten „Sixpack“, einer Überarbeitung des SWP angesichts der europäischen Staatsschuldenkrise, wurde eine Schul-

denregel verankert, nach der bei Schuldenquoten über 60 % 1/20 des Abstands zur Staatsschuldenquote pro Jahr abgebaut werden sollen.

Eine solche Anpassung ist (konjunkturbereinigt) bei moderaten Überschreitungen der Marke realistisch, nicht aber bei Schuldenquoten weit über 100 %. Eine so restriktive Finanzpolitik würde die Konjunktur übermäßig dämpfen und ist politisch auch kaum durchsetzbar. Auf die aktuelle Schuldenrückführungsregel kann bei einer Vereinfachung des Pakts verzichtet werden. Voraussetzung ist aber, dass das Regelwerk einfacher und damit auch verbindlicher wird, damit der Schuldenabbau über den mittelfristigen Haushaltsausgleich gelingen kann.

Keine Privilegierung von Investitionsausgaben

Immer wieder wird gefordert, Investitionsausgaben bei den Fiskalregeln bevorzugt zu behandeln, aktuell gerade auch mit Blick auf den großen Bedarf an Klimaschutzinvestitionen. Theoretisch lässt sich dies gut begründen. Zukunftsinvestitionen haben oft eine lange Laufzeit und ihre Finanzierung kann so auf die davon profitierenden Generationen verteilt werden. Dem Anstieg des Schuldenstands steht ein entsprechender Anstieg des Vermögens gegenüber. Auch sorgen produktive Investitionen für ein höhere Wirtschaftsleistung und steigende Steuereinnahmen und finanzieren sich so zum Teil selbst.

Doch sprechen die praktischen Erfahrungen gegen eine Privilegierung von Investitionen. In Deutschland gab es über viele Jahre eine im Grundgesetz festgeschriebene Privilegierung der Investitionen. Die Kreditaufnahme wurde auf die investiven Ausgaben begrenzt. Eine Überschreitung war nur in einem gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewicht zugelassen. Zur Stabilisierung der staatlichen Schuldenquote hatte die Investitionsbevorzugung nicht beigetragen. Ihre Zeit fiel zusammen mit der Phase des über Jahrzehnte trendmäßigen Anstiegs der Staatsverschuldung in Deutschland. Im Jahr 2009 wurde sie daher zu Recht abgeschafft und durch die Schuldenbremse ersetzt.

Ein großes Manko der Investitionsprivilegierung ist die statistische Abgrenzung der Investitionen. Bauten zäh-

len dazu, Ausgaben für Bildung (Lehrergehälter) beispielsweise nicht. Generell lässt es sich kaum ermitteln, welche Investitionen wirklich die Zukunftsfähigkeit erhöhen. Dies gilt gerade auch für aktuelle Investitionen in den Klimaschutz angesichts der Unsicherheiten darüber, welche Technologien sich als zukunftsweisend bewähren werden. Und schließlich sind bei einer Investitionsprivilegierung starke Anstrengungen in der Politik zu befürchten, Ausgaben als investiv zu deklarieren und hierfür ausreichende Gestaltungsmöglichkeiten zu schaffen.

Fiskalkapazität nicht erforderlich

Seit der Euro-Staatsschuldenkrise wird eine Debatte über die fiskalische Stabilisierung geführt. Da die Geldpolitik mit der Einführung des Euro einheitlich für alle Mitgliedsstaaten ausgerichtet ist, sollen nach Ansicht der Befürworter bei wirtschaftlichen Schwächephasen oder Rezessionen in einzelnen Mitgliedsstaaten dorthin Finanzmittel der Gemeinschaft fließen. Im August hat der Internationale Währungsfonds (IWF) die Einführung eines solchen Instruments unter der Bezeichnung „europäische Fiskalkapazität“ vorgeschlagen, das zusätzlich auch zur Finanzierung von Zukunftsinvestitionen eingesetzt werden soll.

Ein solches neues Instrument ist jedoch nicht sinnvoll. Es würde die Verschuldung der Gemeinschaft weiter erhöhen und gleichzeitig würden gravierende Governance-Probleme aufgeworfen, ohne dass dies für die Stabilisierung im Konjunkturzyklus nötig ist. Stattdessen sollten die Mitgliedsstaaten dafür Sorge tragen, dass sie durch eine vorsichtige Finanzpolitik ihre Handlungsfähigkeit auch in schwierigen Zeiten bewahren. Hierzu tragen beispielsweise nationale Schuldenbremsen oder auch der Aufbau nationaler „Rainy Day Funds“ bei. Ein zusätzliches Gemeinschaftsinstrument ist hierfür nicht erforderlich. ■

Finanzmärkte: Inflationsdruck bleibt hoch

Der BVR Indikator für Inflationsaussichten im Euroraum beträgt im September 56 Punkte. Damit sinkt er im Vergleich zum August um einen Punkt, übertrifft aber weiterhin sein neutrales Niveau von 50 Punkten, das dem Zwei-Prozent-Ziel der EZB entspräche.

Der BVR Indikator liegt seit dem Mai 2021 über diesem neutralen Niveau. Die Eintrübung der konjunkturellen Aussichten durch den Ukrainekrieg und die daraus resultierende Energiekrise lassen den Indikator zwar leicht zurückgehen, doch die Kredit- und Preisdynamik verhindert einen deutlichen Rückgang. So bleiben die Inflationsaussichten hoch, das Risiko einer Anpassung der Inflationserwartungen wächst und der Handlungsdruck für die Europäische Zentralbank bleibt über die jüngsten Zinsentscheide hinaus erhalten.

Konjunktur: Im Rückwärtsgang

Trug die Konjunktur im Juni noch am stärksten zu den Inflationsaussichten bei, nahm ihr Einfluss im Verlauf des Sommers ab. Im September liegt der Indikator nun bei 55 Punkten. Die Coronanachholeffekte, insbesondere im Urlaubs- und Reiseverkehr, tragen dazu bei, dass die Konjunktur weiterhin inflationstreibend ist. Zusehends wirken die hohe Inflation und die Energiekrise jedoch stimmung- und konsumhemmend, so

dass die Konjunktur nun den geringsten Beitrag zur Inflation liefert.

Preise und Kosten: Unverändert hoch

Getrieben von den hohen Energiekosten und der Sorge um eine Energieknappheit durch Russlands Einstellen der Gaslieferungen bleibt der Inflationsdruck auf Kostenseite hoch. Der Indikator liegt bei 57 Punkten; auf diesen Werten wurden aufgrund nachgelieferter Preis- und Kostendaten auch die Werte für Juli (+4) und August (+1) korrigiert. Durch die anstehende Überwälzung der Energiepreise auf private und betriebliche Verbraucher ist nicht mit einer Abnahme dieses Kostendrucks zu rechnen.

Kreditdynamik: Expansiv trotz Zinserhöhung

Die Kreditdynamik des BVR Indikators liegt im August bei 61 Punkten. Die Vormonate wurden datenbedingt um je einen Punkt auf 60 nach unten korrigiert. Der Inflationsdruck der Kreditvergabe ist damit deutlich überdurchschnittlich. Der Indikatorwert deutet daraufhin, dass die Geldpolitik im Euroraum trotz der jüngsten Zinserhöhungen weiterhin expansiv ist. Auch ist die Vergabe gegenüber den gegenwärtigen Krisen bisher robust. ■

BVR Inflationsaussichten
in Prozent, Euroraum



| | Jul. 22 | Aug. 22 | Sep. 22 |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| BVR Inflationsaussichten | 59 | 57 | 56 |
| Konjunktur (50 %) | 60 | 57 | 55 |
| Preise/Kosten (40 %) | 57 | 57 | 57 |
| Kreditdynamik (10 %) | 60 | 60 | 61 |

Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen 0 und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream



BVR Konjunkturbarometer

Konjunktur: Düstere Ausblick

BVR Konjunkturbarometer auf niedrigem Stand

Der Konjunkturhimmel hat sich stark eingetrübt. Zu den zahlreichen Belastungen für die deutsche Wirtschaft, etwa durch hohe Energie- und Rohstoffpreise sowie andauernde Material- und Personalknappheiten, ist Ende August eine abermalige Unterbrechung der russischen Gaslieferungen über die Nord Stream 1-Pipeline hinzugekommen. Diese lässt das Eintreten eines Konjunktur-Negativszenarios wahrscheinlicher werden. Zwar ist das preis-, kalender- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) Deutschlands im 2. Quartal noch um (leicht aufwärtsrevidierte) 1,7 % gestiegen. Für die zweite Jahreshälfte zeichnet sich aber immer deutlicher eine Schrumpfung der Wirtschaftsleistung ab. Hierauf deutet auch das BVR Konjunkturbarometer hin. Es ist im März, nach dem Kriegsausbruch in der Ukraine, so stark gesunken wie noch nie und tendiert seitdem auf niedrigem Niveau seitwärts. Das Barometer dürfte im September auf seinem Vormonatsstand von (leicht abwärtsrevidierten) 45 Punkten bleiben.

Stark eingetrübte Stimmungsindikatoren

Von Seiten der Stimmungsindikatoren geht weiterhin keine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturba-

rometer aus. Der ifo Geschäftsklimaindex und die ZEW-Konjunkturerwartungen haben sich jüngst, im August, gegenüber dem Vormonat sogar nochmals verschlechtert, wenn auch weniger deutlich als zuvor.

Rückläufige Industrieproduktion

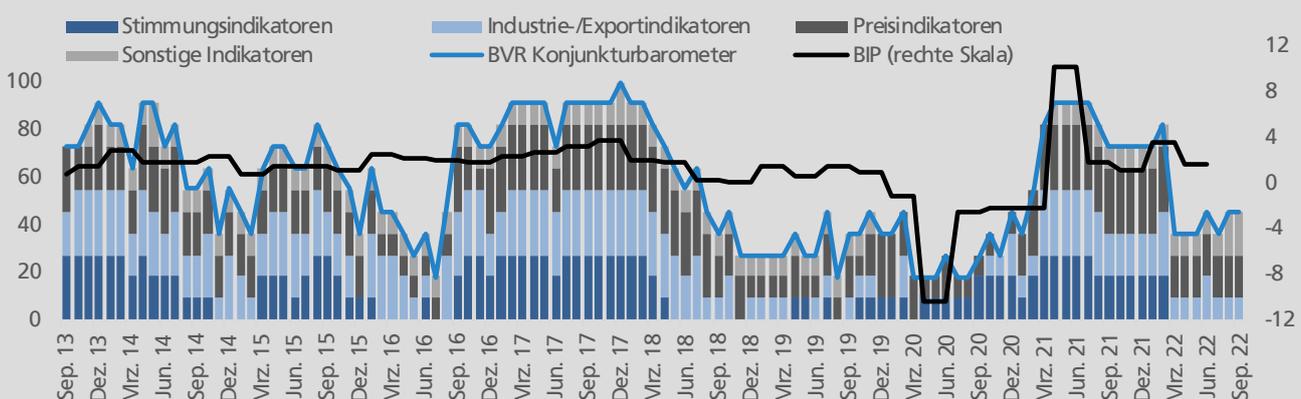
Neben den „weichen“ Stimmungsindikatoren deuten auch zunehmend die „harten“ Daten der amtlichen Statistik auf einen spürbaren Schwund der gesamtwirtschaftlichen Auftriebskräfte hin. So ist die Produktion des hiesigen Verarbeitenden Gewerbes im Juli gegenüber dem Vormonat um 1,0 % gesunken. Der Industrie-Auftragseingang gab im Juli bereits den sechsten Monat in Folge nach. Auch die Warenexporte waren nach, durch die Preisentwicklung beförderten, Anstiegen in den Vormonaten im Juli rückläufig. Die Ausfuhren befinden sich aber noch immer über ihren Vorjahresmonatswerten.

Arbeitsmarkt noch robust

Eine der wenigen konjunkturellen Lichtblicke ist die insgesamt solide Arbeitsmarktlage. Die Zahl der offenen Stellen befindet sich im Vormonatsvergleich weiterhin im Plus. ■

BVR Konjunkturbarometer

in Prozent, Veränderung des preis-, kalender- und saisonbereinigten BIP zum Vorjahr



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen 0 und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von 3 Stimmungsindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), 3 Industrie-/Exportindikatoren (Industrieproduktion, Industrie-Auftragseingang, Ausfuhren), 3 Preisindikatoren (Verbraucherpreisindex, Rohölpreis, DAX) und 2 sonstige Indikatoren (Geldmarktzins, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream